

行业研究/专题研究

2020年09月06日

行业评级:

房地产

增持(维持)

陈慎 SAC No. S0570519010002
 研究员 chenshen@htsc.com

刘璐 SAC No. S0570519070001
 研究员 liulu015507@htsc.com

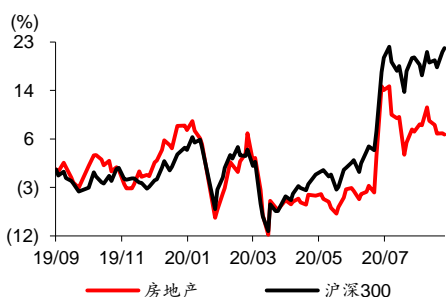
韩笑 SAC No. S0570518010002
 研究员 SFC No. BQA941
 01056793959
 hanxiao012792@htsc.com

林正衡 SAC No. S0570118080076
 联系人 021-28972087
 linzhengheng@htsc.com

相关研究

- 1《房地产:景气度持续升温,龙头显后发优势》2020.09
- 2《大悦城(000031 SZ,买入):受疫情影响业绩下滑,销售稳健》2020.09
- 3《金融街(000402 SZ,买入):地产结算放缓,商管规模略增》2020.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

逆境见证韧性, 新政加剧分化

重点房企 2020 年半年报综述

核心观点

受疫情影响和行业毛利率的趋势性回落,上半年重点上市房企盈利同比增速显著放缓,但是在流动性宽松和积极复工复产等供需双向改善下,行业基本面得以快速修复,部分过热城市和过快的加杠杆节奏再次引发政策边际收紧。房企融资新制度正在推进,印证我们2018年以来强调的“融资集中度”逻辑,进一步强化具备优质杠杆、优质储备房企的竞争力。

业绩:疫情下结算放缓,利润率延续2018年以来下滑趋势

2020H1 整体房企营收同比增长4%,增速较2019、2019H1 分别下降17、21个百分点;归母净利润同比减少18%,增速较2019、2019H1 分别回落31、36个百分点。受疫情冲击和整体利润率的下行,上半年主流上市房企业绩增速显著回落。近年来,龙头房企的业绩集中度提升,2020H1 收入占比创2014年以来新高,但同时我们也看到,利润层面的集中度,龙头房企有所下降,中型房企在提升。

销售:疫情影响下回款同比负增长,但业绩储备依然充裕

2020H1 整体房企销售商品提供劳务收到的现金同比下降11%,增速较2019 全年下滑22个百分点。受疫情影响,整体房企的销售增速同比回落。各梯队同比增速回落幅度相当,龙头和中型房企韧性更强,中型房企保持各梯队领先,销售集中度依然稳健提升。上半年整体房企预收账款同比增速同步回落,但是依然处于正增长区间,其中龙头和中型房企可结算资源相对更为充裕。

扩张:施工投资强度保持高位,中小型房企加大力度

2020H1 整体房企购买商品接受劳务支付的现金同比下降8%,增速较2019 全年下滑30个百分点;2020H1 整体房企拿地和施工强度为76%,较2019 全年提升2个百分点。受疫情对工程进度的影响,上半年整体房企拿地施工支出同比增速同步回落,以收定支的投资策略下,投资强度保持高位。中小型房企受益于上半年融资弹性的释放,投资强度逆势提升,而龙头房企出于利润率的严格把控,投资趋于谨慎。

融资:负债率季节性反弹,新制度加速去杠杆

2020H1 整体房企筹资活动现金流入总额11683亿元,同比增长15%,增速较2019 年提升7个百分点。2020H1 整体房企净负债率为94%,较2019 年末上升8个百分点。上半年整体房企杠杆率较2019 年末继续提升,各梯队房企积极把握疫情后流动性宽松的窗口期。进入下半年,央行等多部委对房企融资监管制度的出炉,我们认为房地产行业有息负债规模的增长将趋于平缓,去杠杆环境下,具有更优财务杠杆的房企将具备更好的优势。

风险提示:疫情不确定性;政策不确定性;基本面下行;房企经营风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
					2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
000002 CH	万科A	28.07	买入	35.87	3.35	3.73	4.21	4.79	8.38	7.53	6.67	5.86
600383 CH	金地集团	14.59	买入	19.43	2.23	2.59	3.01	3.55	6.54	5.63	4.85	4.11
000736 CH	中交地产	7.08	买入	10.64	0.78	1.12	1.41	1.77	9.08	6.32	5.02	4.00
000961 CH	中南建设	9.41	买入	13.09	1.10	1.87	2.42	3.06	8.55	5.03	3.89	3.08
600325 CH	华发股份	6.99	买入	9.66	1.32	1.38	1.62	1.92	5.30	5.07	4.31	3.64
001914 CH	招商积余	28.85	买入	40.07	0.27	0.58	0.81	1.13	106.85	49.74	35.62	25.53
002968 CH	新大正	58.31	买入	74.40	0.97	1.22	1.55	1.97	60.11	47.80	37.62	29.60
000031 CH	大悦城	5.29	买入	6.58	0.55	0.47	0.55	0.64	9.62	11.26	9.62	8.27

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

正文目录

四维梳理 A 股重点上市房企 2020 年中报表现.....	5
业绩：疫情下结算放缓，利润率延续 2018 年以来下滑趋势.....	6
行业增收不增利，龙头收入占比创新高.....	6
盈利能力持续下滑，中型房企呈现更强韧性.....	7
少数股东损益占比稳定，投资收益同比增速转负.....	9
销售管理费用率有所改善，龙头维持成本控制优势.....	10
销售：疫情影响下回款同比负增长，但业绩储备依然充裕.....	11
疫情影响下销售明显回落，而集中度稳步提升.....	11
预收账款同比增速回落，已售未结资源充裕.....	12
百强销售实现 V 型反转，龙头和中型房企显韧性.....	13
扩张：施工投资强度保持高位，中小型房企加大力度.....	14
融资：负债率季节性反弹，新制度加速去杠杆.....	16
有息负债同比增速触底回升，积极把握融资窗口期.....	16
各梯队房企负债率同比下降，环比 2019 年末季节性回升.....	17
行业加速修复，融资新政加剧行业分化.....	21
重点推荐标的.....	22
万科 A（000002 CH，买入，目标价 35.87 元）.....	22
金地集团（600383 CH，买入，目标价 19.43 元）.....	22
中南建设（000961 CH，买入，目标价 13.09 元）.....	23
华发股份（600325 CH，买入，目标价 9.66 元）.....	23
中交地产（000736 CH，买入，目标价 10.64 元）.....	23
招商积余（001914 CH，买入，目标价 40.07 元）.....	24
新大正（002968 CH，买入，目标价 74.40 元）.....	24
大悦城（000031 CH，买入，目标价 6.58 元）.....	24
风险提示.....	26

图表目录

图表 1: 房企分类.....	5
图表 2: 整体房企营业收入同比增速.....	6
图表 3: 龙头/中型/小型房企营业收入同比增速.....	6
图表 4: 整体房企营业收入同比增速（半年度比较）.....	6
图表 5: 龙头/中型/小型房企营业收入同比增速（半年度比较）.....	6
图表 6: 整体房企归母净利润同比增速.....	7
图表 7: 龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速.....	7
图表 8: 整体房企归母净利润同比增速（半年度比较）.....	7
图表 9: 龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速（半年度比较）.....	7
图表 10: 龙头/中型/小型房企营收占比.....	7
图表 11: 龙头/中型/小型房企归母净利占比.....	7
图表 12: 整体房企毛利率.....	8
图表 13: 龙头/中型/小型房企毛利率.....	8
图表 14: 整体房企净利率.....	8
图表 15: 龙头/中型/小型房企净利率.....	8
图表 16: A+H TOP30 房企平均毛利率.....	9
图表 17: A+H TOP30 房企平均净利率.....	9
图表 18: 整体房企加权平均 ROE.....	9
图表 19: 龙头/中型/小型房企加权平均 ROE.....	9
图表 20: 整体房企少数股东损益占净利润的比重.....	10
图表 21: 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重.....	10
图表 22: 整体房企投资收益同比增速.....	10
图表 23: 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速.....	10
图表 24: 整体房企销售管理费用率.....	10
图表 25: 龙头/中型/小型房企销售管理费用率.....	10
图表 26: 整体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速.....	11
图表 27: 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速.....	11
图表 28: 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金占比.....	11
图表 29: 龙头/中型/小型房企预收账款占比.....	11
图表 30: 整体房企预收账款同比增速.....	12
图表 31: 龙头/中型/小型房企预收账款同比增速.....	12
图表 32: 整体房企预收账款营收覆盖率.....	12
图表 33: 龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率.....	12
图表 34: 百强房企各梯队入榜门槛值金额（亿元）.....	13
图表 35: 百强房企 2020 年 1-8 月销售金额累计增速.....	13
图表 36: 整体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	14
图表 37: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速.....	14
图表 38: 整体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	14
图表 39: 龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例.....	14

图表 40: 整体房企存货占总资产的比例	15
图表 41: 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例	15
图表 42: 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金占比	15
图表 43: 龙头/中型/小型房企存货占比	15
图表 44: 龙头/中型/小型房企筹资活动现金流入占比	16
图表 45: 龙头/中型/小型房企有息负债占比	16
图表 46: 整体房企有息负债同比增速	16
图表 47: 龙头/中型/小型房企有息负债同比增速	16
图表 48: 龙头/中型/小型房企短期负债占比	17
图表 49: 龙头/中型/小型房企中长期负债占比	17
图表 50: 整体房企净负债率	17
图表 51: 龙头/中型/小型房企净负债率	17
图表 52: 整体房企扣除预收账款的资产负债率	17
图表 53: 龙头/中型/小型房企扣除预收账款的资产负债率	17
图表 54: 整体房企短债覆盖率	18
图表 55: 龙头/中型/小型房企短债覆盖率	18
图表 56: 整体房企经营性现金流净额（单位：亿元）	18
图表 57: 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额（单位：亿元）	18
图表 58: 部分 A 股上市房企平均融资成本	19
图表 59: 重点 A 股上市房企融资监管分档情况（2019）	20
图表 60: 重点 A 股上市房企融资监管分档情况（2020H1）	20
图表 61: 重点公司一览表	25
图表 62: 报告提及公司信息	25

四维梳理 A 股重点上市房企 2020 年中报表现

我们延续《结转兼具规模质量，杠杆向下销售向上——房地产行业 2018 年报和 2019 一季报综述》（2019 年 5 月 8 日）的分析框架，在 A 股上市房企中挑选出 71 家房企（以下统称为“整体房企”，其中包括 7 家龙头房企、30 家中型房企、34 家小型房企），从业绩、销售、扩张、融资四个维度，梳理 A 股上市房企 2020 半年报概况。

图表1：房企分类

房企分类	房企
龙头房企 7 家	万科 A、招商蛇口、保利地产、金地集团、绿地控股、华夏幸福、新城控股
中型房企 30 家	泛海控股、华侨城 A、中天金融、金科股份、阳光城、泰禾集团、福星股份、中南建设、*ST 银亿、荣盛发展、滨江集团、新湖中宝、城建发展、华发股份、首开股份、浦东金桥、城投控股、陆家嘴、张江高科、中华企业、大悦城、蓝光发展、世茂股份、广宇发展、光明地产、信达地产、荣安地产、北辰实业、迪马股份、世联行
小型房企 34 家	招商积余、顺发恒业、美好置业、中国武夷、世荣兆业、广宇集团、南国置业、冠城大通、格力地产、鲁商置业、云南城投、万通地产、宁波富达、苏州高新、京能置业、大名城、上实发展、市北高新、光大嘉宝、中洲控股、天房发展、皇庭国际、中交地产、电子城、华远地产、深振业 A、华联控股、香江控股、天健集团、宋都股份、凤凰股份、合肥城建、天地源、西藏城投

资料来源：Wind，华泰证券研究所

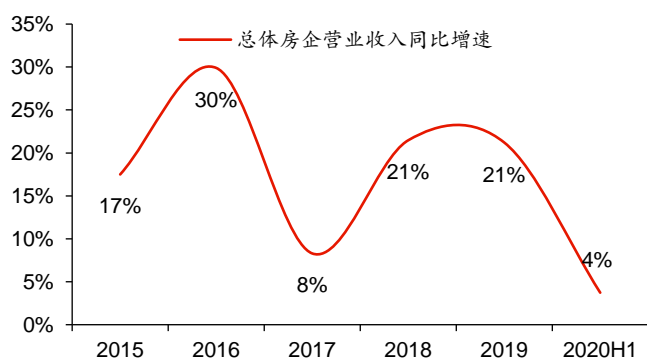
业绩：疫情下结算放缓，利润率延续 2018 年以来下滑趋势 行业增收不增利，龙头收入占比创新高

业绩规模层面，2020H1 整体房企营收同比增长 4%，增速较 2019 全年、2019H1 分别下降 17、21 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比+8%、-5%、+9%，增速较 2019 全年变动-15、-24、-3 个百分点，较 2019H1 分别变动-15、-38、+7 个百分点；整体房企归母净利润同比减少 18%，增速较 2019 全年、2019H1 分别回落 31 个百分点、36 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比-13%、-26%、-17%，增速较 2019 全年变动-36、-31、+14 个百分点；较 2019H1 分别变动-37、-45、+8 个百分点。

业绩集中度层面，龙头、中型、小型房企营收占比分别为 59%、33%、8%，其中龙头房企较 2019 年全年提升 1 个百分点，中型房企下降 1 个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利占比分别为 58%、36%、6%，其中龙头房企较 2019 年全年下降 4 个百分点，中型房企提升 4 个百分点。近年来，龙头房企的业绩集中度提升，收入占比创 2014 年以来新高，但同时我们也看到，利润层面的集中度，龙头房企有所下降，中型房企在提升。

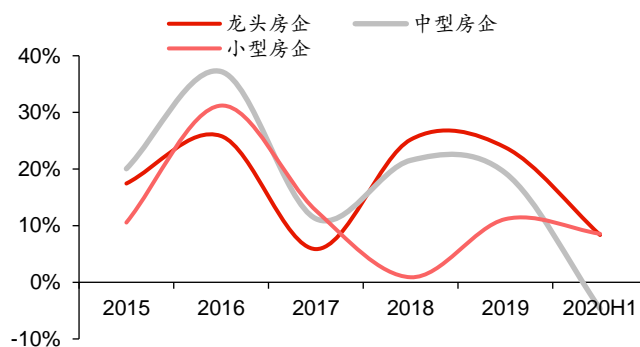
上半年受疫情冲击，地产开发业务结算周期放缓，同时持有型物业客流减少和租金减免导致收入缺口无法弥补，叠加合作开发高峰期项目结算带来的利润分流和整体利润率的下行，上半年主流上市房企业绩同比增速显著回落。龙头房企依然保持营收和归母净利同比增速领先，中小型房企增速回落明显，表现分化更多源于结转节奏不均衡所带来的基数错位效应。

图表2：整体房企营业收入同比增速



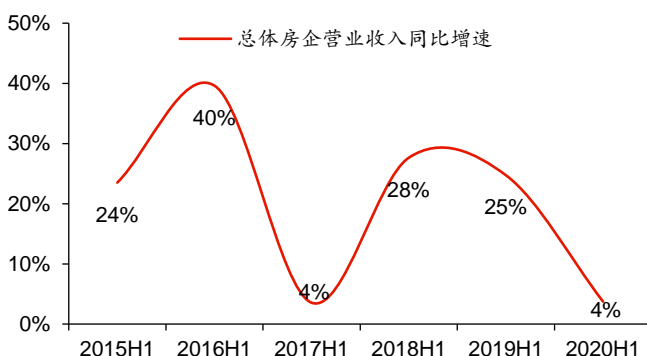
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：龙头/中型/小型房企营业收入同比增速



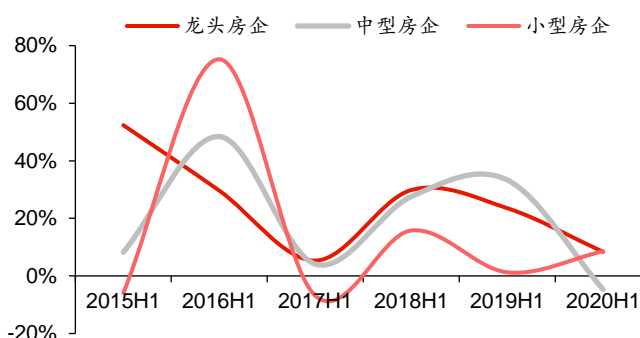
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：整体房企营业收入同比增速（半年度比较）



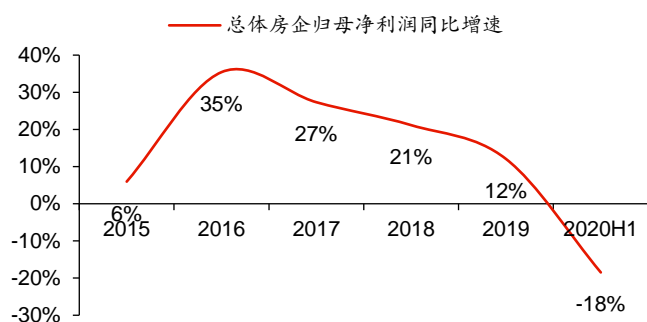
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：龙头/中型/小型房企营业收入同比增速（半年度比较）



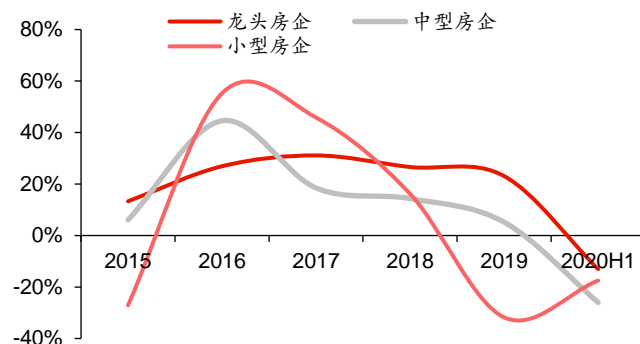
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表6：整体房企归母净利润同比增速



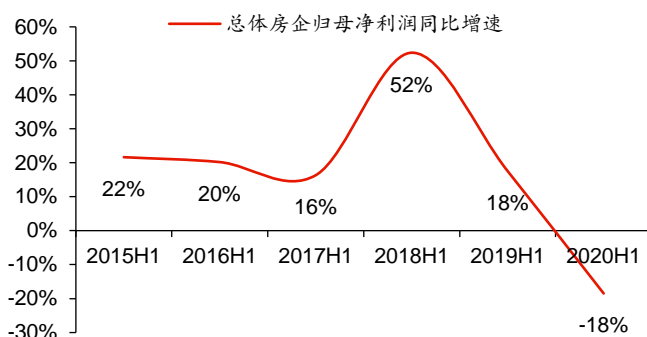
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速



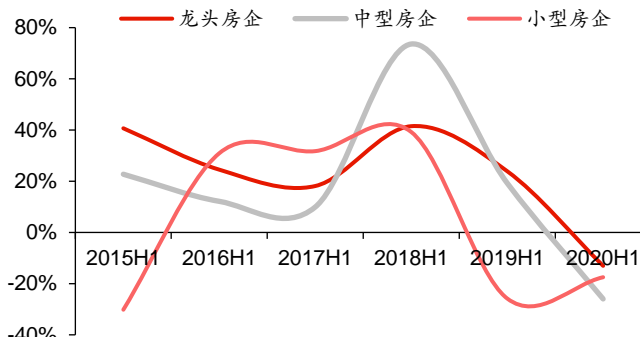
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：整体房企归母净利润同比增速（半年度比较）



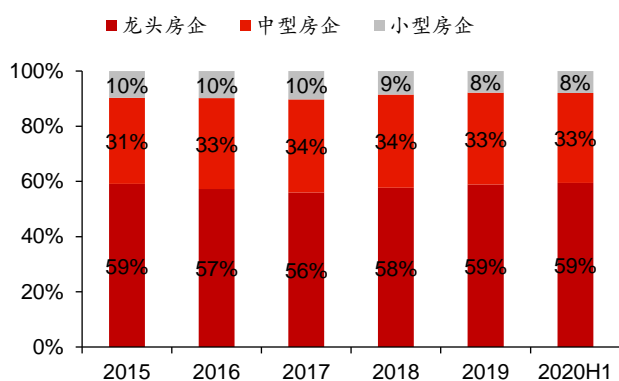
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：龙头/中型/小型房企归母净利润同比增速（半年度比较）



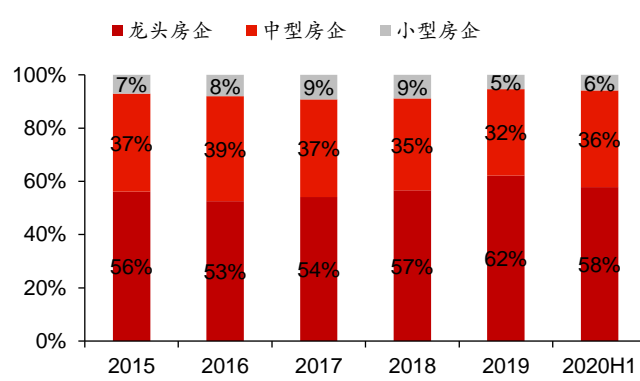
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：龙头/中型/小型房企营收占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11：龙头/中型/小型房企归母净利占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

盈利能力持续下滑，中型房企呈现更强韧性

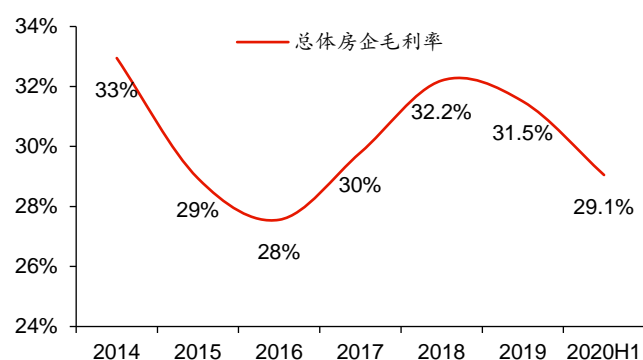
盈利质量层面，2020H1 整体房企毛利率为 29.1%，较 2019 年下滑 2.5 个百分点，较 2019H1 下滑 3.7 个百分点。龙头、中型、小型房企毛利率分别为 26.4%、33.8%、29.5%，较 2019 年分别下滑 3.7、0.3、1.9 个百分点，较 2019H1 分别下滑 3.2、3.9、3.3 个百分点。2020H1 整体房企归母净利率为 8.2%，较 2019 年下滑 1.0 个百分点，较 2019H1 下滑 2.2 个百分点。龙头、中型、小型房企归母净利率分别为 8.0%、9.1%、6.1%，较 2019 年分别变动 -1.8、+0.1、-0.3 个百分点，较 2019H1 分别下滑 2.0、2.6、1.9 个百分点。

2020H1 整体房企加权平均 ROE 为 5.1%，同比下滑 2.0 个百分点。龙头、中型、小型房企加权平均 ROE 分别为 6.6%、4.5%、2.2%，同比下滑 2.5、2.2、0.6 个百分点。

地产行业进入稳态周期以来，地价持续上行对利润率的侵蚀持续显现，上半年整体房企毛利率延续近 2 年的回落态势，资产规模 TOP30 A+H 上市房企毛利率较 2019 年回落 3 个百分点，净利率回落幅度接近 1 个百分点。其中龙头和小型房企毛利率、净利率回落幅度相当，

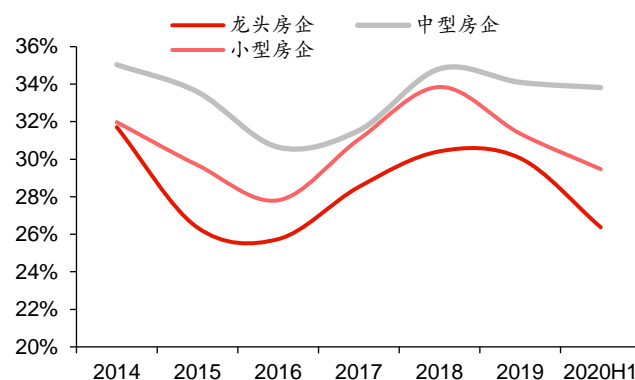
而中型房企则在毛利率和净利率层面表现出了更好的韧性。ROE 层面，龙头房企依然凭借综合优势保持领先，但领先优势小幅收窄。

图表12： 整体房企毛利率



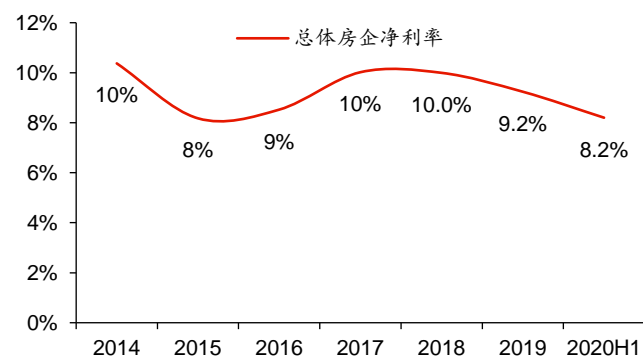
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表13： 龙头/中型/小型房企毛利率



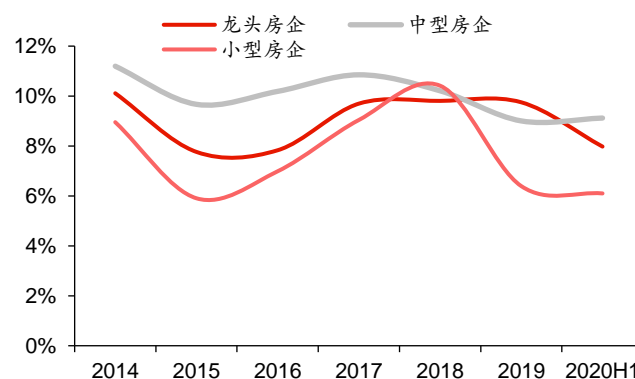
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表14： 整体房企净利率



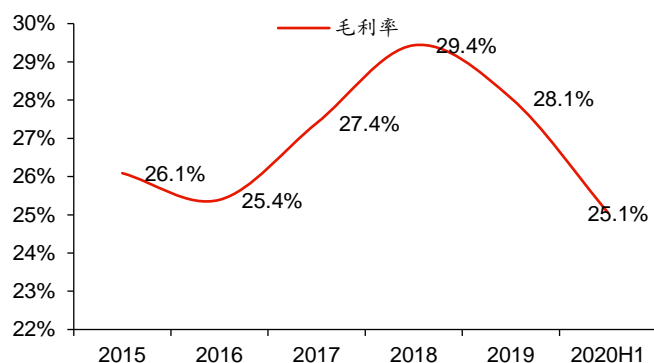
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表15： 龙头/中型/小型房企净利率



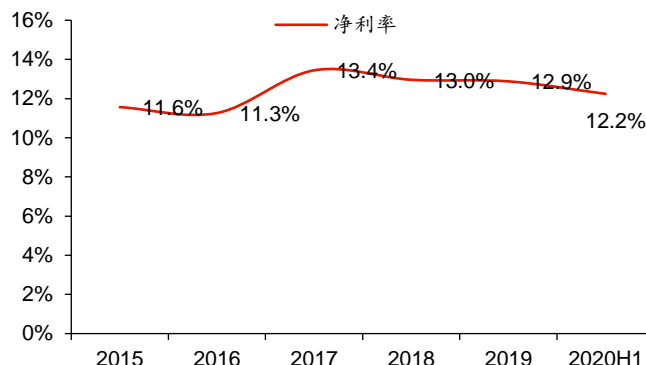
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表16: A+H TOP30 房企平均毛利率



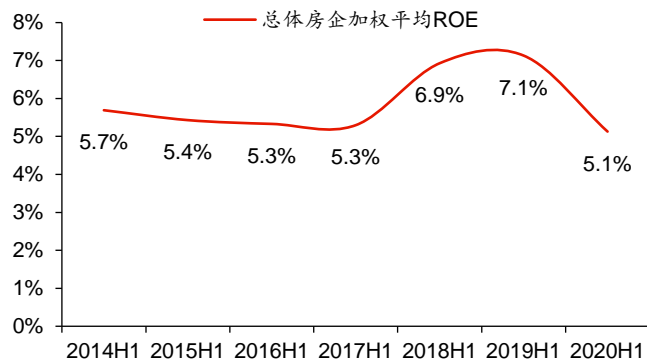
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: A+H TOP30 房企平均净利率



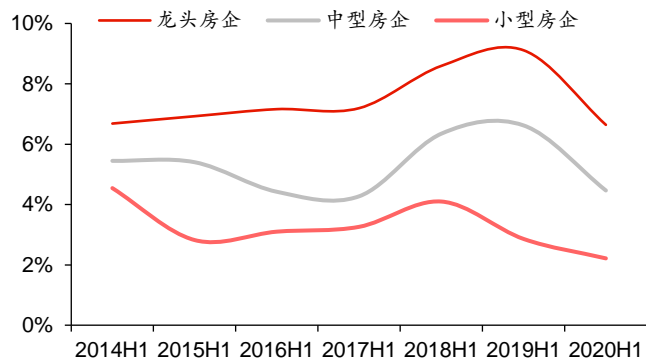
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表18: 整体房企加权平均 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表19: 龙头/中型/小型房企加权平均 ROE



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

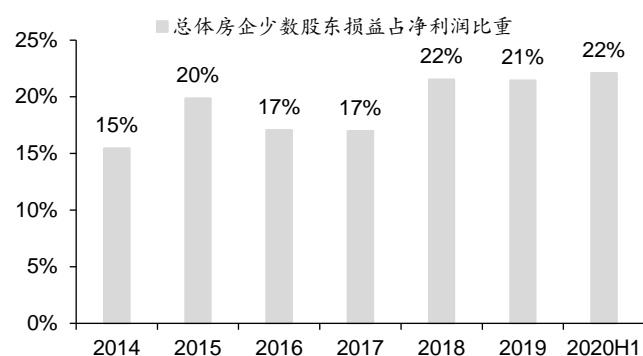
少数股东损益占比稳定, 投资收益同比增速转负

2020H1 整体房企少数股东损益占净利润比重达到 22%, 较 2019 年增加 1 个百分点。其中龙头、中型、小型房企分别为 26%、17%、9%, 同比+3、+1、-7 个百分点, 较 2019 全年变动+3、-2、-1 个百分点。

2020H1 整体房企投资收益同比减少 2%, 增速较 2019 年下滑 30 个百分点。龙头、中型、小型房企投资收益分别同比-13%、9%、1%, 增速较 2019 年-50、-33、+44 个百分点。

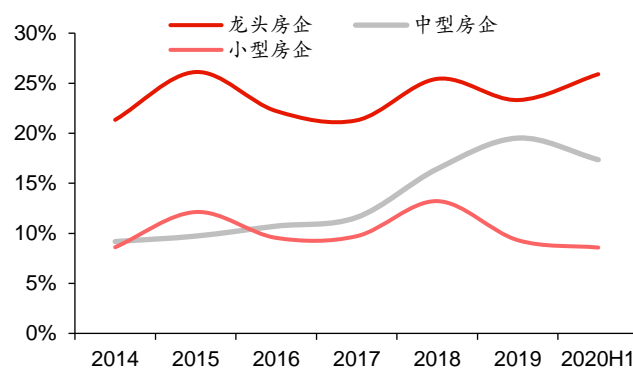
龙头和中型房企少数股东损益占比保持近 5 年高位, 近年来房企持续加大合作开发, 扩大权益杠杆所带来的利润分流预计仍将持续, 而表外项目结算节奏不及表内合作开发, 投资收益增速显著放缓。

图表20: 整体房企少数股东损益占净利润的比重



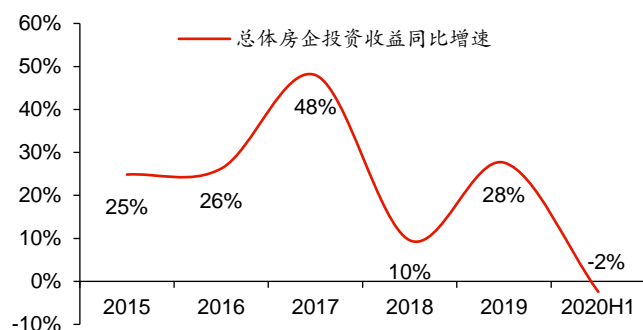
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 龙头/中型/小型房企少数股东损益占净利润的比重



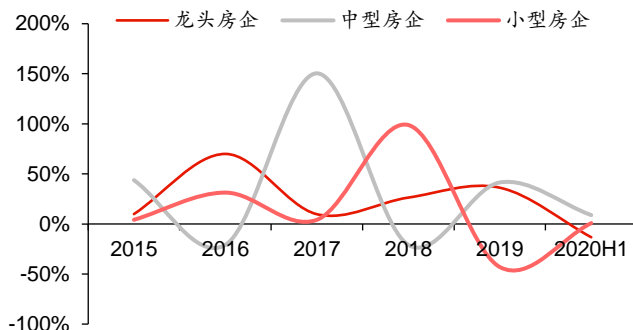
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 整体房企投资收益同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表23: 龙头/中型/小型房企投资收益同比增速

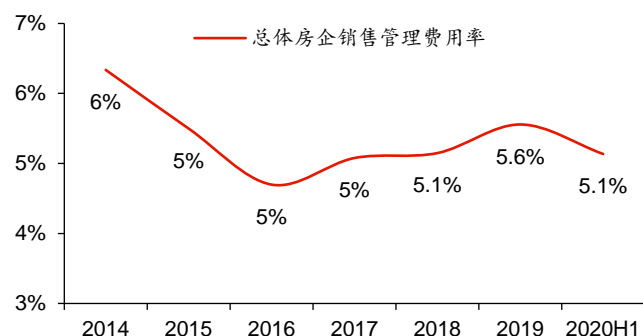


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售管理费用率有所改善, 龙头维持成本控制优势

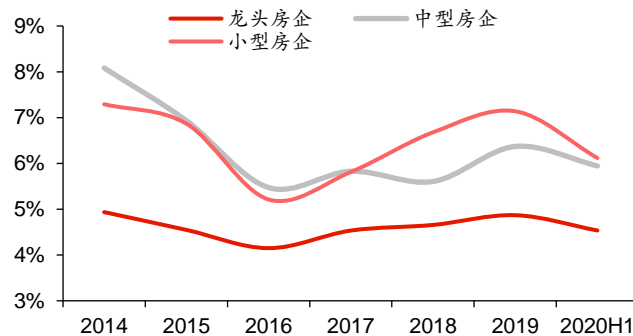
2020H1 整体房企销售管理费用率为 5.1%, 较 2019 年下降 0.4 个百分点。龙头、中型、小型房企销售管理费用率分别为 4.5%、5.9%、6.1%, 较 2019 年下降 0.3、0.4、1.0 个百分点。销售管理费用率的降低主要源于疫情期间案场关闭以及线上创新营销崛起所带来的成本节约, 同时整体经营层面的效率仍在不断提升。

图表24: 整体房企销售管理费用率



注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表25: 龙头/中型/小型房企销售管理费用率



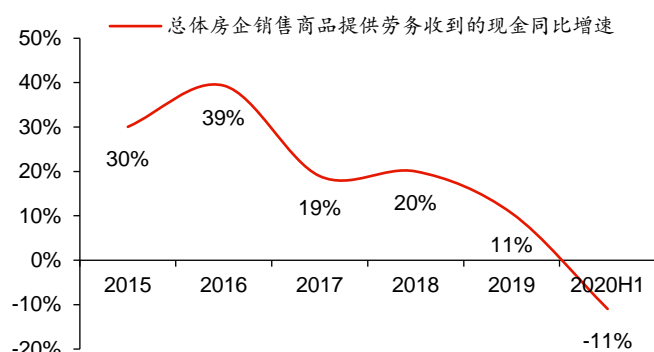
注: 销售管理费用率=(销售费用+管理费用)/销售商品提供劳务收到的现金
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

销售：疫情影响下回款同比负增长，但业绩储备依然充裕 疫情影响下销售明显回落，而集中度稳步提升

我们以“销售商品提供劳务收到的现金”为口径衡量房企销售进展，2020H1 整体房企该指标同比下降 11%，增速较 2019 全年下滑 22 个百分点。龙头、中型、小型房企分别同比 -14%、-9%、+5%，增速较 2019 年变动-27、-17、-2 个百分点。龙头、中型、小型房企该指标占比 58%、34%、8%，其中龙头占比同比持平，中型房企占比下滑 1 个百分点。

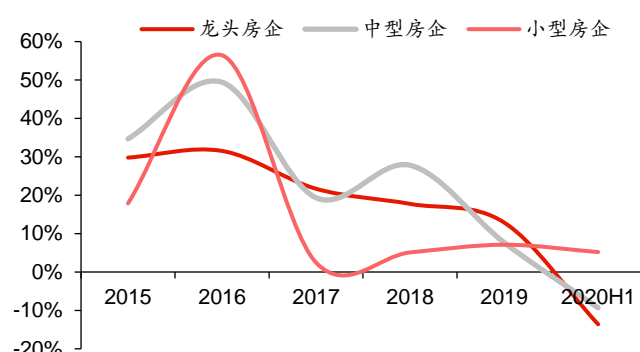
今年上半年由于疫情影响，整体房企的销售增速回落，而上半年整体房企表内销售回款同比增速低于同期全国商品房销售金额增速的-5.4%，或主要源于回款节奏的放缓。各梯队增速回落幅度相当，龙头和中型房企韧性更强，中型房企增速保持各梯队领先，销售集中度依然稳健提升。

图表26： 整体房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



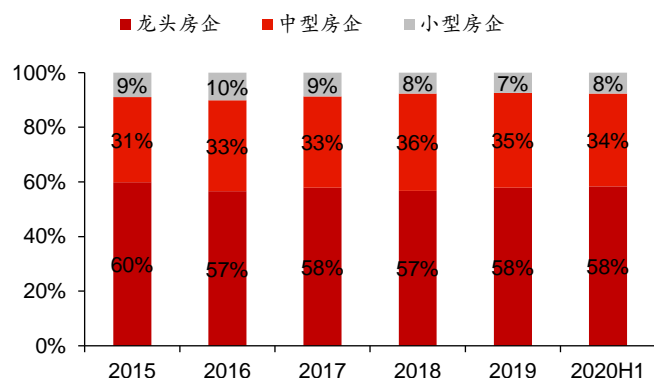
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金同比增速



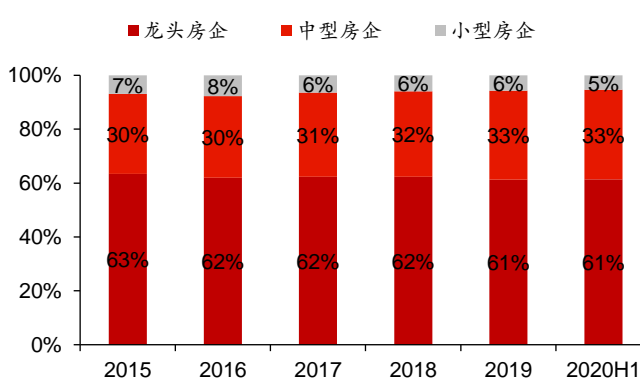
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 龙头/中型/小型房企销售商品提供劳务收到的现金占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表29： 龙头/中型/小型房企预收账款占比



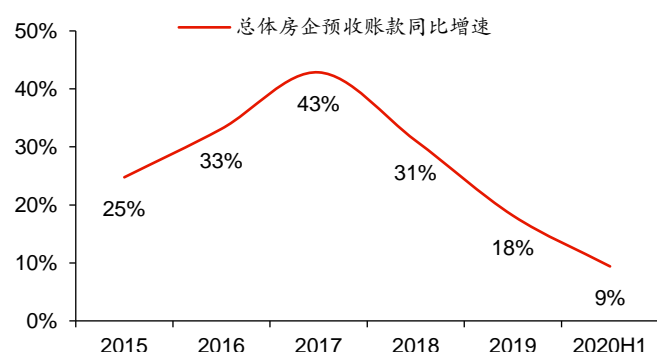
资料来源：Wind，华泰证券研究所

预收账款同比增速回落，已售未结资源充裕

2020H1 整体房企预收账款同比增长 9%，增速较 2019 年回落 9 个百分点，较 2019H1 回落 12 个百分点。预收账款营收覆盖率为 135%，较 2019 年增长 12 个百分点，较 2019H1 增长 14 个百分点。龙头、中型、小型房企预收账款分别同比增长 9%、11%、2%，增速较 2019 全年分别下降 7、12、12 个百分点，较 2019H1 分别下降 11、13、11 个百分点，相对 2019 年营收覆盖率为 141%、135%、92%，较 2019 年+12、+13、+1 个百分点。

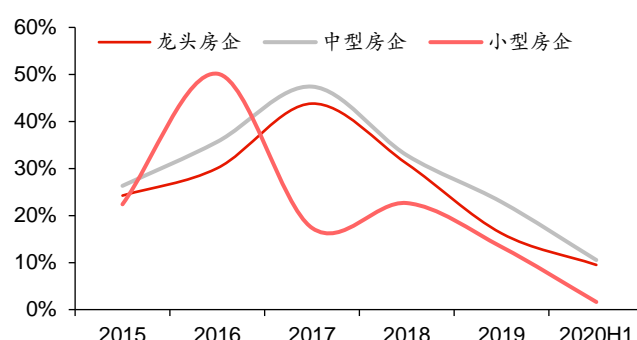
上半年整体房企预收账款增速同步回落，但是依然处于正增长区间。其中龙头和中型房企可结算资源相对更为充裕，未来短期营收表现有望保持平稳，业绩表现或主要取决于利润率的走势。

图表30：整体房企预收账款同比增速



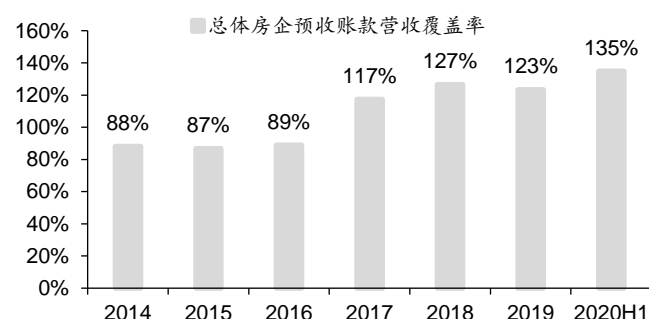
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表31：龙头/中型/小型房企预收账款同比增速



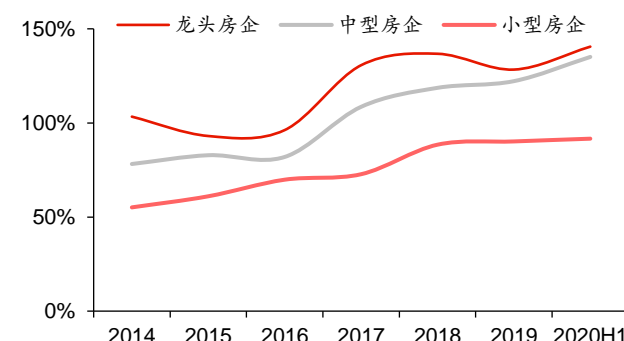
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表32：整体房企预收账款营收覆盖率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33：龙头/中型/小型房企预收账款营收覆盖率



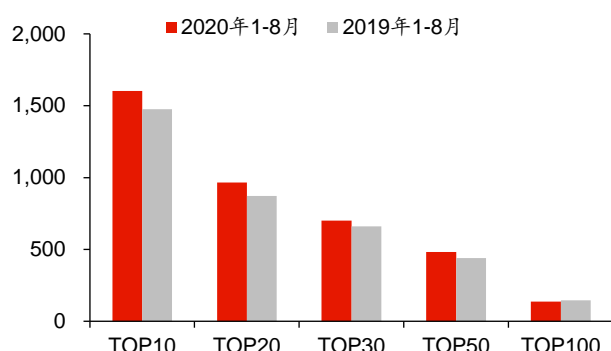
资料来源：Wind，华泰证券研究所

百强销售实现 V 型反转，龙头和中型房企显韧性

根据亿翰的数据，百强房企（公司可比口径）1-8 月累计销售金额同比增长 5.4%，TOP10、TOP20、TOP30、TOP50、TOP100 房企销售金额入榜门槛分别达 1603、965、701、482、137 亿元，同比+8.6%、+10.8%、+6.0%、+9.4%、-5.4%。1-8 月 TOP3、TOP10、TOP11-20、TOP21-30、TOP31-50、TOP51-100 房企累计销售金额同比增速分别达到 8.9%、4.2%、10.2%、8.2%、5.5%、-3.7%。

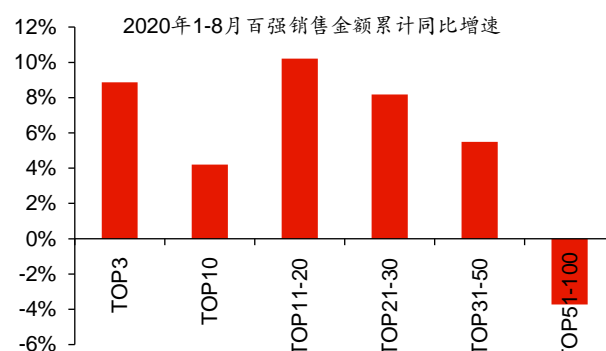
二季度以来房地产市场基本面加速修复，6、7、8 月持续位于高景气区间，百强房企销售层面实现疫情以来的 V 型修复。行业平稳发展预期下，房贷利率处于低位支撑去化能力，叠加疫情导致房企推盘重心后移，三季度行业景气度有望保持高位。

图表34： 百强房企各梯队入榜门槛值金额（亿元）



资料来源：亿翰，华泰证券研究所

图表35： 百强房企 2020 年 1-8 月销售金额累计增速



资料来源：亿翰，华泰证券研究所

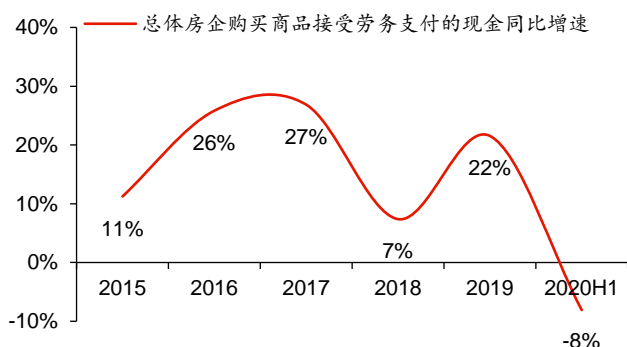
扩张：施工投资强度保持高位，中小型房企加大力度

我们以“购买商品接受劳务支付的现金”为口径衡量房企扩张进展（由于该数据包含房企建设施工投入，所以不能完全用来模拟房企拿地数据），2020H1 整体房企同比下降 8%，增速较 2019 全年下滑 30 个百分点，较 2019H1 下滑 22 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比-9%、-8%、0%，增速较 2019 全年下滑 34、25、16 个百分点，较 2019H1 下滑 21、27、8 个百分点。

2020H1 龙头、中型、小型房企“购买商品接受劳务支付的现金”占比分别为 57%、34%、9%，龙头房企同比下滑 1 个百分点，中型、小型房企上升 1 个百分点。在拿地和施工强度方面，即“购买商品接受劳务支付的现金”除以“销售商品提供劳务收到的现金”，2020H1 整体房企为 76%，同比提升 2 个百分点，较 2019 年提升 1 个百分点；龙头、中型、小型房企分别为 74%、75%、86%，较 2019H1 变动+4、+1、-4 个百分点，较 2019 年变动-2、+4、+5 个百分点。

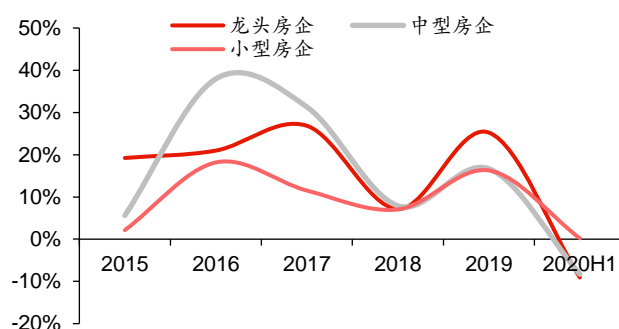
受疫情对工程进度的影响，上半年整体房企拿地施工支出同比增速同步回落，以收定支的投资策略下，投资强度保持高位。中小型房企受益于上半年融资弹性的释放，投资强度逆势提升，而龙头房企出于利润率的严格把控，投资趋于谨慎。这点和我们上半年整理的重点房企数据基本一致，在融资环境相对宽松的背景下，中小型房企表现出了更积极的扩张节奏。

图表36：整体房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



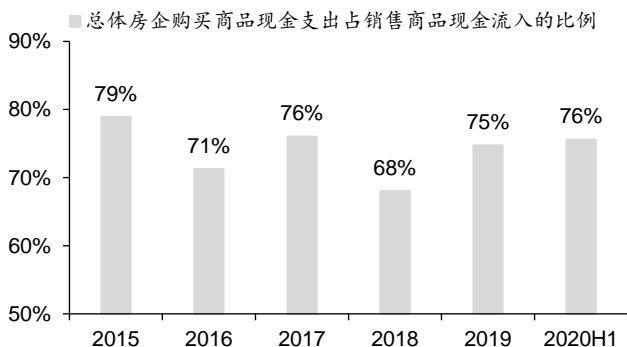
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表37：龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金同比增速



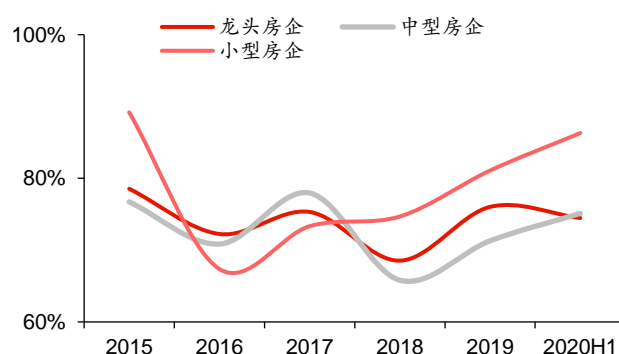
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表38：整体房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

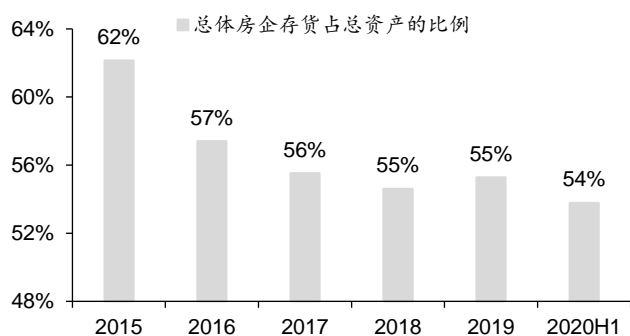
图表39：龙头/中型/小型房企购买商品现金支出占销售商品现金流入的比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

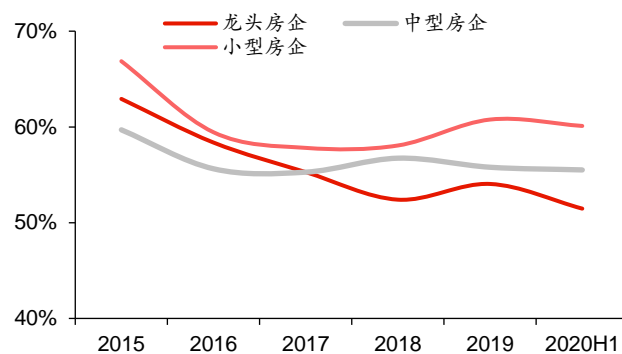
2020H1 整体房企存货占总资产比重为 54%，较 2019 年降低 1 个百分点。其中龙头、中型、小型房企存货占总资产比重分别为 51%、56%、60%，较 2019 年变动-2、-1、0 个百分点。

图表40： 整体房企存货占总资产的比例



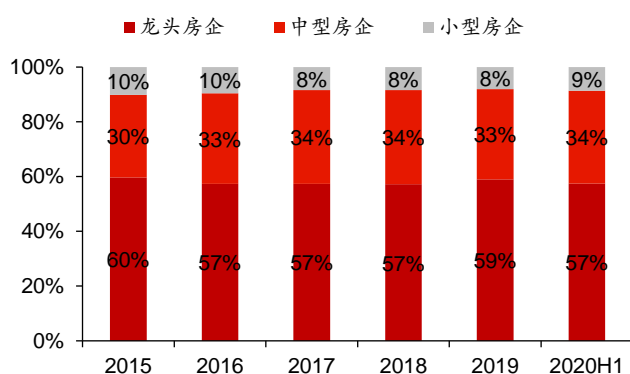
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表41： 龙头/中型/小型房企存货占总资产的比例



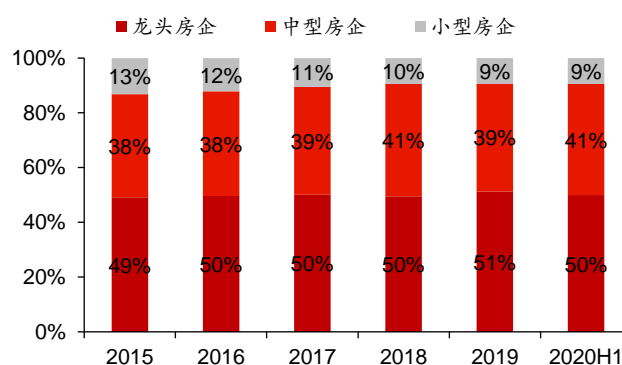
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表42： 龙头/中型/小型房企购买商品接受劳务支付的现金占比



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表43： 龙头/中型/小型房企存货占比



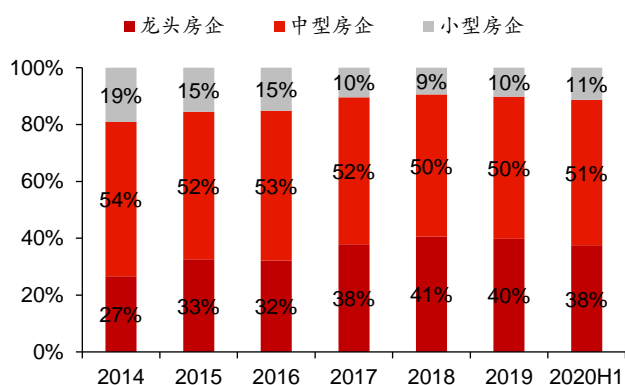
资料来源：Wind，华泰证券研究所

融资：负债率季节性反弹，新制度加速去杠杆 有息负债同比增速触底回升，积极把握融资窗口期

融资规模层面，2020H1 整体房企筹资活动现金流入总额 11683 亿元，同比增长 15%，增速较 2019 年提升 7 个百分点；龙头、中型、小型房企分别同比增长 14%、13%、22%，增速较 2019 全年+5、+6、+6 个百分点；龙头、中型、小型房企筹资现金流入占比为 38%、51%、11%，较 2019 年变化+2、+1、+1 个百分点。2020H1 整体房企筹资活动现金流净额 1954 亿元，同比增加 118%；龙头、中型、小型房企筹资净额分别为 631、1,037、287 亿元，同比增加 113%、110%、165%。

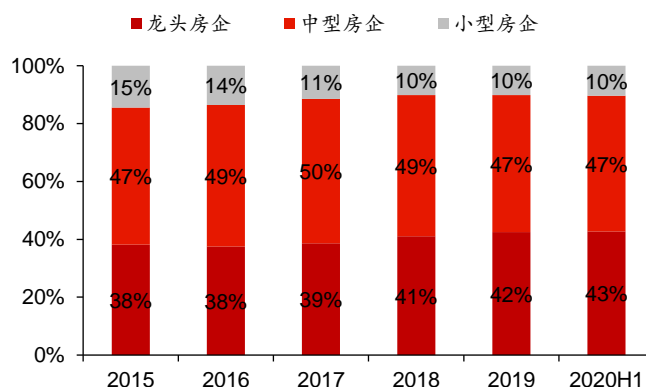
仅仅看有息负债的话，2020H1 整体房企有息负债（短期借款+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券）规模 33656 亿元，较 2019 年末增长 10%，较 2019H1 增长 10%，增速继 2019 年阶段性触底之后小幅回升，其中短期负债增长 10%，中长期负债增长 9%；龙头、中型、小型房企有息负债分别较 2019 年末增长 10%、8%、13%；龙头、中型、小型房企有息负债占比分别为 43%、47%、10%，中型占比较 2019 年末下降 1 个百分点，龙头、小型占比持平；2020H1 龙头、中型、小型房企长短期债务比分别为 35%：65%、36%：64%、37%：63%，相比 2019 年末龙头、中型、小型房企的短期债务占比分别变动+1、-1、+5 个百分点。

图表44：龙头/中型/小型房企筹资活动现金流入占比



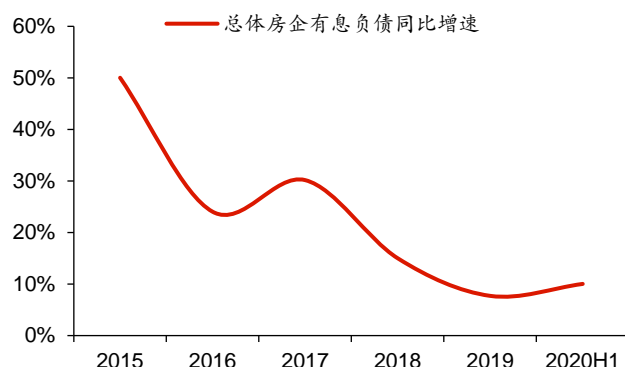
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表45：龙头/中型/小型房企有息负债占比



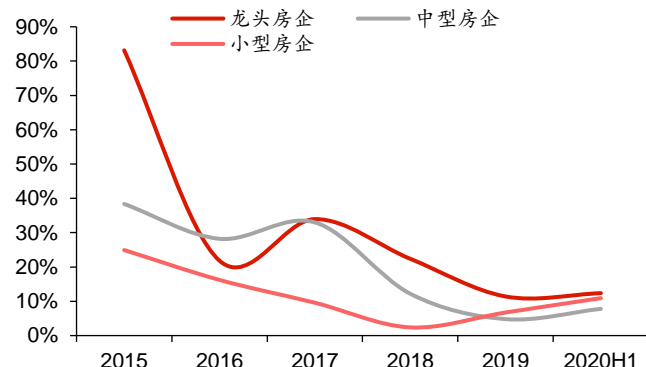
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表46：整体房企有息负债同比增速



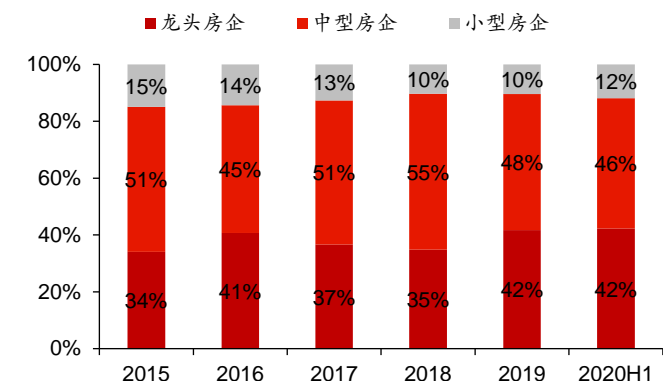
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表47：龙头/中型/小型房企有息负债同比增速



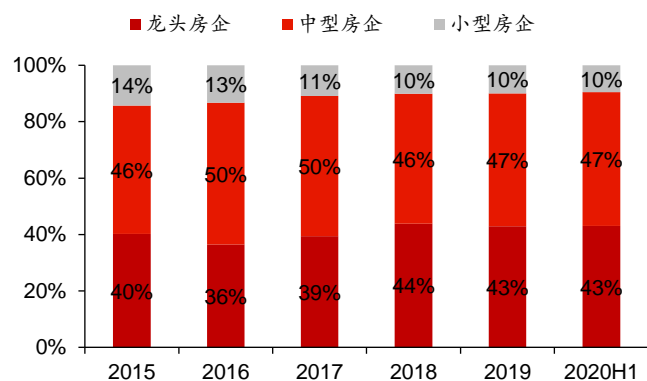
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表48: 龙头/中型/小型房企短期负债占比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表49: 龙头/中型/小型房企中长期负债占比

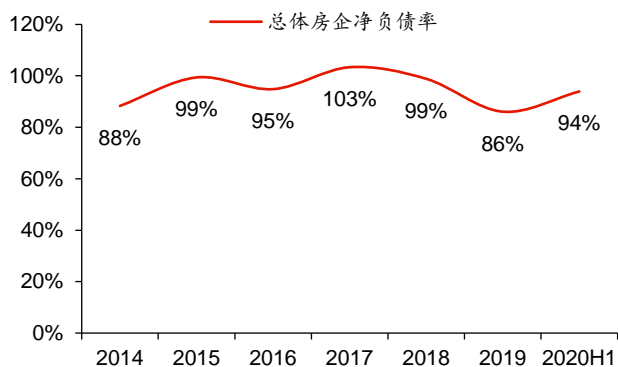


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

各梯队房企负债率同比下降, 环比 2019 年末季节性回升

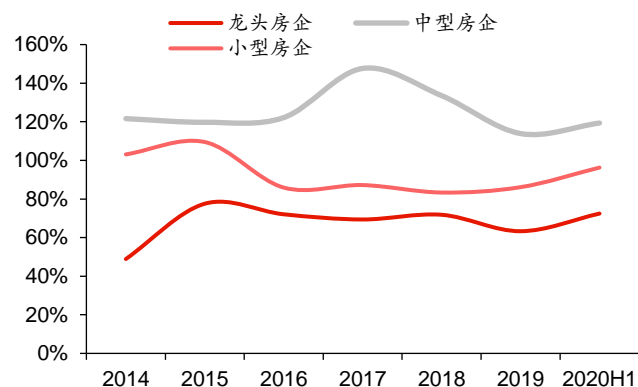
净负债率层面, 2020H1 整体房企净负债率为 94%, 较 2019 年末上升 8 个百分点, 较 2019H1 下降 11 个百分点; 龙头、中型、小型房企分别为 72%、119%、96%, 较 2019 年末分别上升 9、5、10 个百分点, 较 2019 年 H1 分别下降 12、8、2 个百分点。

图表50: 整体房企净负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

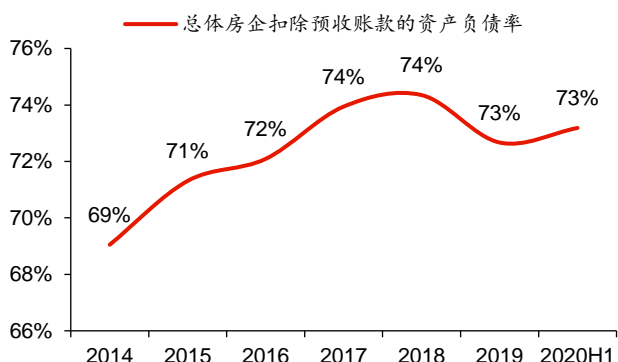
图表51: 龙头/中型/小型房企净负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

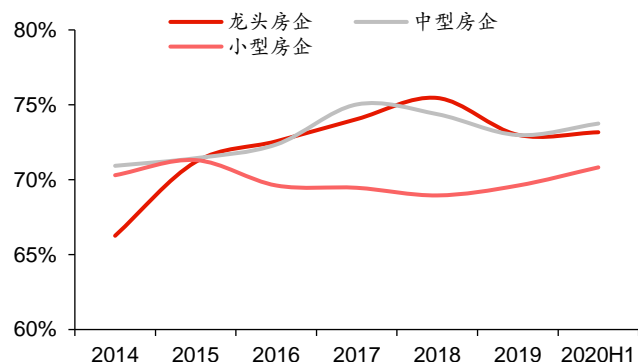
扣除预收账款的资产负债率层面, 整体房企扣除预收账款的资产负债率为 73%, 较 2019 年末上升 1 个百分点, 较 2019H1 下降 1 个百分点; 龙头、中型、小型房企分别为 73%、74%、71%, 龙头、中型、小型房企较 2019 年末分别持平、+1、+1 个百分点, 较 2019H1 分别-2、持平、+1 个百分点。

图表52: 整体房企扣除预收账款的资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

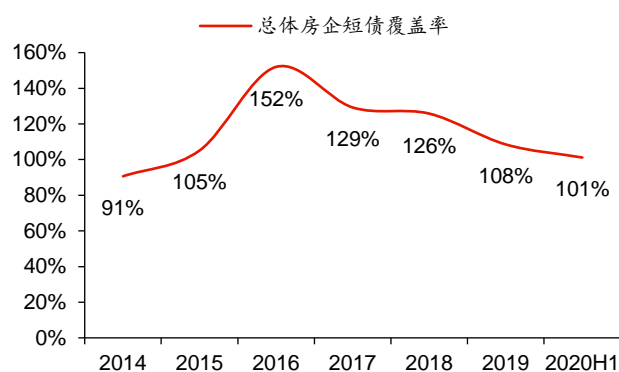
图表53: 龙头/中型/小型房企扣除预收账款的资产负债率



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

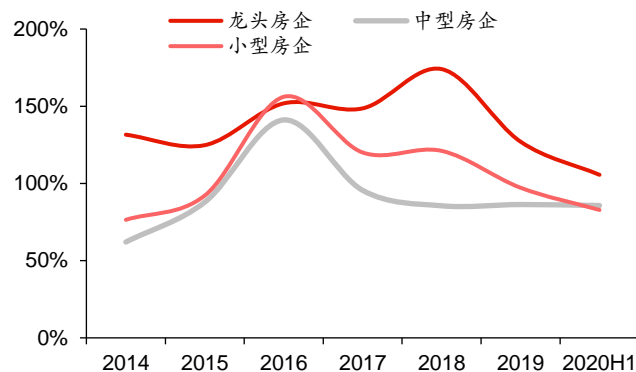
现金覆盖倍数层面，整体房企货币资金/短期负债的比重为 101%，较 2019 年末下降 7 个百分点，较 2019H1 下降 24 个百分点；龙头、中型、小型房企分别为 106%、86%、83%，龙头、中型、小型房企较 2019 年末下降 21、1、14 个百分点，较 2019H1 下降 51、11、28 个百分点。

图表54： 整体房企短债覆盖率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

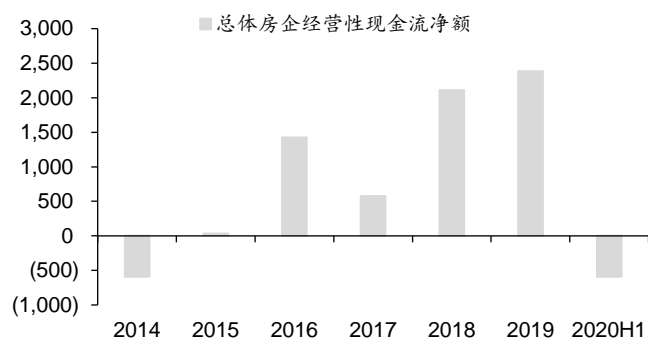
图表55： 龙头/中型/小型房企短债覆盖率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

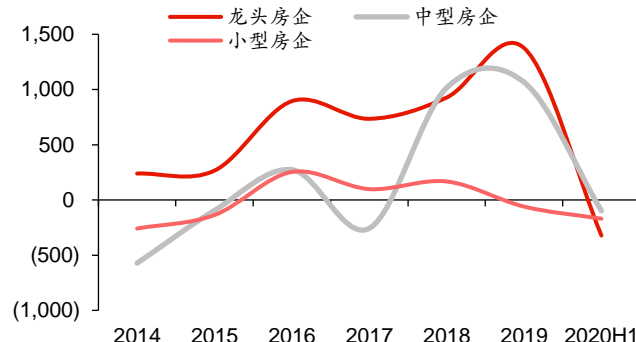
上半年整体房企杠杆率较 2019 年末继续提升，各梯队房企积极把握疫情后流动性宽松的窗口期，融资力度加大推升净负债率反弹。其中中小型房企加杠杆力度更强，筹资活动现金流入额的占比较 2019 年提升 2 个百分点，融资集中度提升有所放缓。整体房企现金覆盖倍数虽然持续回落，但依然稳定保持在 100% 以上，短期资金链压力可控。进入下半年，央行等多部委对房企融资监管制度出炉，我们认为房地产行业有息负债规模的增长将趋于平缓，去杠杆环境下，具有更优财务杠杆的房企将具备更好的优势，这也印证我们一直以来强调的“融资集中度”的行业逻辑。

图表56： 整体房企经营性现金流净额（单位：亿元）



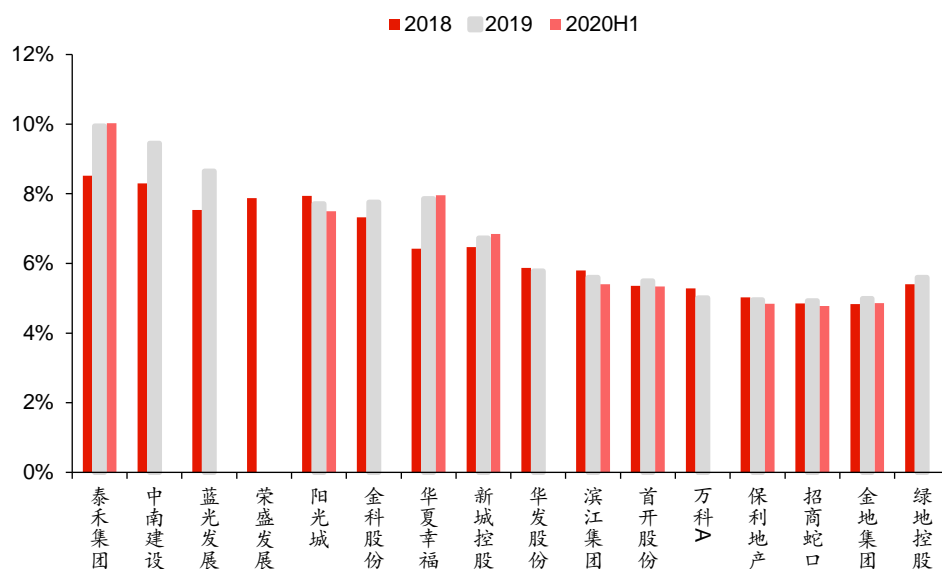
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表57： 龙头/中型/小型房企经营性现金流净额（单位：亿元）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表58： 部分 A 股上市房企平均融资成本



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表59: 重点A股上市房企融资监管分档情况(2019)

房企	扣除预收账款的资产负债率	净负债率 (%)	现金短债比 (%)	综合约束度	有息负债同比增速		
					2018H1	2019H1	2020H1
万科A	75.5	27.9	195.5	1	61%	2%	20%
招商蛇口	58.6	40.1	97.5	1	69%	6%	11%
保利地产	67.4	72.1	195.7	0	49%	6%	11%
金地集团	69.9	66.6	118.5	0	73%	26%	14%
绿地控股	82.7	180.3	71.8	3	-7%	13%	10%
华夏幸福	77.5	191.9	47.2	3	15%	61%	12%
新城控股	77.5	21.9	221.6	1	37%	54%	-5%
泛海控股	79.8	261.4	42.4	3	11%	-20%	-3%
华侨城A	71.5	111.2	106.8	2	42%	28%	22%
中天金融	82.4	186.1	25.8	3	18%	-8%	-3%
金科股份	74.1	124.6	101.2	2	27%	27%	15%
阳光城	78.2	111.0	139.3	2	16%	-2%	-2%
泰禾集团	81.6	287.4	6.3	3	38%	-25%	-13%
福星股份	67.8	71.5	58.2	1	14%	-17%	-25%
中南建设	82.9	147.2	118.8	2	31%	22%	14%
*ST银亿	68.7	123.9	9.5	2	11%	-23%	-11%
荣盛发展	75.0	101.0	97.0	3	4%	16%	6%
滨江集团	72.3	83.8	261.7	1	164%	45%	24%
新湖中宝	71.5	157.6	71.6	3	11%	10%	-8%
城建发展	74.3	140.3	136.1	2	36%	3%	18%
华发股份	76.8	180.5	98.4	3	32%	7%	31%
首开股份	75.3	174.4	100.2	2	12%	22%	6%
浦东金桥	58.3	64.8	126.0	0	18%	30%	52%
城投控股	51.5	61.4	143.5	0	-26%	76%	60%
陆家嘴	67.5	136.3	30.1	2	2%	11%	23%
张江高科	50.3	60.4	74.0	1	-1%	7%	22%
中华企业	60.5	27.8	233.3	0	83%	5%	-5%
大悦城	73.6	104.5	191.4	2	28%	113%	15%
蓝光发展	71.3	105.6	79.5	3	25%	44%	21%
世茂股份	62.6	17.4	162.6	0	16%	17%	14%
广宇发展	73.1	138.0	44.6	3	125%	9%	25%
光明地产	78.2	233.8	47.7	3	29%	55%	-3%
信达地产	69.6	80.3	117.6	0	-11%	8%	1%
荣安地产	73.5	64.0	119.0	1	46%	107%	32%
北辰实业	71.6	90.8	144.5	1	-1%	3%	7%
迪马股份	68.2	46.9	93.5	1	9%	10%	-19%
世联行	50.9	-4.0	115.9	0	84%	-23%	-24%
招商积余	47.1	26.8	55.6	1	-1%	-44%	-25%
顺发恒业	14.3	-88.6	12,093.3	0	-2%	-45%	-83%
美好置业	60.7	83.5	58.9	1	12%	43%	-1%
中国武夷	71.4	120.9	47.3	3	-4%	24%	63%
世荣兆业	42.3	-48.0	799.6	0	28%	25%	-61%
广宇集团	58.3	19.5	339.3	0	94%	76%	3%
南国置业	79.8	187.4	87.7	3	4%	5%	-5%
冠城大通	60.9	72.5	31.6	1	47%	6%	12%
格力地产	75.5	214.8	34.2	3	17%	4%	16%
鲁商发展	87.7	152.6	53.8	3	-4%	18%	-9%
云南城投	94.3	799.3	8.0	3	8%	1%	-15%
万通发展	33.1	2.9	1,843.0	0	-19%	-14%	-8%
宁波富达	15.1	-8.3	340.5	0	-9%	-60%	-95%
苏州高新	65.8	112.5	58.9	2	-11%	79%	41%
京能置业	66.4	78.2	191.1	0	-12%	87%	45%
大名城	55.5	27.2	137.6	0	-21%	-34%	-34%
上实发展	60.1	60.7	105.7	0	7%	6%	-1%
市北高新	57.2	92.4	40.7	1	-6%	87%	10%
光大嘉宝	63.8	78.7	172.1	0	434%	47%	37%
中洲控股	76.7	135.2	131.5	2	14%	-2%	-1%
天房发展	77.1	218.5	9.8	3	-19%	-20%	-4%
皇庭国际	54.9	78.6	7.8	1	35%	-14%	-9%
中交地产	86.3	238.9	136.9	2	9%	33%	161%
电子城	56.3	57.2	79.9	1	318%	29%	49%
华远地产	81.0	233.6	43.0	3	39%	61%	5%
深振业A	46.4	24.3	372.4	0	-25%	22%	15%
华联控股	53.0	-61.1	17,227.8	0	158%	-5%	38%
香江控股	70.0	35.0	127.6	1	97%	21%	-12%
天健集团	71.2	82.1	96.4	2	51%	6%	28%
宋都股份	77.1	26.0	354.6	1	33%	54%	1%
凤凰股份	22.8	-9.7	199.2	0	-11%	-50%	-55%
合肥城建	61.7	28.7	320.9	0	15%	-41%	63%
天地源	81.9	209.0	135.3	2	28%	-3%	14%
西藏城投	71.1	147.5	182.5	2	35%	3%	5%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表60: 重点A股上市房企融资监管分档情况(2020H1)

房企	扣除预收账款的资产负债率	净负债率 (%)	现金短债比 (%)	综合约束度	有息负债同比增速		
					2019	2019	2019
万科A	76.5	34.8	173.1	1	49%	37%	-1%
招商蛇口	56.3	29.3	137.5	0	66%	21%	18%
保利地产	67.4	56.9	209.8	0	82%	29%	2%
金地集团	67.2	57.7	125.0	0	44%	51%	16%
绿地控股	82.8	156.7	76.3	3	-3%	-1%	8%
华夏幸福	77.8	182.8	71.1	3	56%	25%	29%
新城控股	76.5	6.4	262.0	1	71%	61%	7%
泛海控股	81.2	284.2	42.9	3	15%	3%	-23%
华侨城A	69.3	84.5	106.7	0	51%	45%	28%
中天金融	81.9	197.1	36.3	3	78%	-15%	-19%
金科股份	74.8	120.2	109.8	2	53%	21%	21%
阳光城	77.6	135.0	131.5	2	67%	-1%	-2%
泰禾集团	80.7	248.3	23.8	3	80%	1%	-29%
福星股份	68.8	74.6	71.3	1	20%	-19%	-19%
中南建设	84.0	168.4	104.9	2	39%	9%	22%
*ST银亿	68.7	124.9	10.7	2	20%	-23%	-15%
荣盛发展	73.0	83.1	87.1	2	18%	4%	8%
滨江集团	69.7	78.1	149.7	0	24%	192%	13%
新湖中宝	72.0	164.2	64.7	3	16%	20%	-8%
城建发展	73.7	124.2	154.4	2	85%	14%	-1%
华发股份	75.3	162.4	70.8	3	27%	19%	9%
首开股份	75.3	169.8	98.4	3	30%	18%	2%
浦东金桥	55.6	64.9	100.1	0	-4%	25%	42%
城投控股	46.0	41.4	120.9	0	-8%	1%	60%
陆家嘴	67.1	119.6	25.2	2	3%	-14%	29%
张江高科	48.7	58.5	58.2	1	0%	2%	24%
中华企业	62.5	19.6	722.3	0	-16%	92%	10%
大悦城	70.8	97.7	164.4	1	10%	34%	94%
蓝光发展	70.7	79.1	126.0	1	15%	75%	7%
世茂股份	60.7	19.8	132.6	0	11%	15%	13%
广宇发展	72.3	132.6	42.5	3	130%	-9%	19%
光明地产	79.1	218.2	53.9	3	2%	64%	17%
信达地产	69.5	90.1	106.1	0	1%	-4%	-3%
荣安地产	68.3	28.5	160.2	0	58%	58%	79%
北辰实业	71.0	93.9	127.6	1	34%	-11%	16%
迪马股份	67.3	48.3	98.7	1	24%	-10%	22%
世联行	53.0	-5.3	142.8	0	411%	8%	-13%
招商积余	49.8	19.3	467.2	0	-20%	-40%	-18%
顺发恒业	18.6	-96.7	13,221.9	0	-4%	-2%	-89%
美好置业	60.9	68.5	138.5	0	1%	-6%	47%
中国武夷	67.0	96.5	43.7	1	23%	-3%	61%
世荣兆业	51.5	-28.1	396.3	0	49%	77%	-45%
广宇集团	58.6	27.4	223.4	0	11%	173%	-13%
南国置业	78.1	214.5	67.0	3	8%	-5%	29%
冠城大通	58.5	62.6	31.4	1	3%	65%	-5%
格力地产	74.2	186.8	107.3	2	28%	13%	9%
鲁商发展	88.1	149.9	52.7	3	-14%	-5%	11%
云南城投	93.5	732.5	10.0	3	7%	0%	-3%
万通发展	32.6	-0.1	2,094.5	0	-5%	-29%	-6%
宁波富达	27.1	-8.5	327.3	0	-13%	-27%	-83%
苏州高新	61.5	66.3	248.2	0	-37%	56%	49%
京能置业	66.4	88.2	123.1	0	-12%	-4%	179%
大名城	55.9	35.5	121.3	0	1%	-27%	-47%
上实发展	61.5	69.0	88.1	1	1%	0%	7%
市北高新	58.4	85.1	84.0	1	-1%	58%	15%
光大嘉宝	61.7	66.1	298.5	0	29%	550%	5%
中洲控股	75.5	119.1	135.0	2	88%	-11%	-18%
天房发展	77.2	233.1	7.0	3	-8%	-31%	-3%
皇庭国际	55.2	80.4	11.3	1	89%	-16%	-10%
中交地产	82.5	84.9	176.5	1	81%	-2%	20%
电子城	51.5	45.0	198.5	0	173%	120%	38%
华远地产	80.8	230.5	52.0	3	36%	37%	27%
深振业A	47.5	15.5	418.3	0	-12%	-18%	36%
华联控股	48.6	-62.1	17,013.0	0	-51%	159%	26%
香江控股	68.6	35.5	140.3	0	16%	141%	-20%
天健集团	70.1	70.5	113.6	1	18%	22%	8%
宋都股份	74.9	6.0	616.9	1	128%	-27%	70%
凤凰股份	28.5	-13.1	6,663.5	0	-12%	0%	-77%
合肥城建	66.6	7.8	345.2	0	19%	-23%	-6%
天地源	82.0	222.3	106.7	2	13%	-5%	29%
西藏城投	71.6	142.1	73.6	3	21%	7%	15%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业加速修复，融资新政加剧行业分化

受疫情影响和行业毛利率的趋势性回落，上半年重点上市房企盈利同比增速显著放缓，但是在流动性宽松和积极复工复产等供需双向改善下，行业基本面得以快速修复，部分过热城市和过快的加杠杆节奏再次引发政策边际收紧。房企融资新制度正在推进，印证我们 2018 年以来强调的“融资集中度”逻辑，进一步强化具备优质杠杆、优质储备房企的竞争力。重点推荐：具备融资优势、信用评级高的龙头房企：万科 A、金地集团；成长型房企，在未来有望受益于信用评级提升：中交地产、中南建设、华发股份；物业管理和存量资产龙头：招商积余、新大正、大悦城。

重点推荐标的

万科 A (000002 CH, 买入, 目标价 35.87 元)

公司 2020H1 实现营收 1463.5 亿元, 同比+5.1%; 实现归母净利润 125.1 亿元, 同比+5.6%; EPS1.11 元。上半年竣工面积同比+1.4%, 推动房地产业务收入同比+3.9%, 物管收入同比+26.8%; 因非并表合作项目结算大幅增长, 投资收益+106.8%至 26.9 亿; 但结算结构影响下结算均价同比-22%, 导致结算毛利率同比-4.2pct 至 24.1%; 2020H1 已售未结金额+14.2%至 6953 亿, 公司预计全年竣工完成年初计划 (同比+7.9%), 已售未结货值充沛, 推动业绩稳健增长。

延续我们 3 月 12 日发布的深度报告《战略先为不可胜 转型聚焦迎远征》以来的假设, 对万科进行分部估值:

物业管理板块, 即便受疫情影响, 上半年物业管理营业收入依旧同比增加 26.8%, 我们维持万科物业 20-21 年净利分别为 15.87 和 24.11 亿元的盈利预测, 对标物业公司 2020 年 Wind 一致预期业绩对应的 PE 均值为 51 倍, 我们认为万科作为内地物管龙头, 其 PE 应该为 60 倍, 对应估值 952 亿, 万科持有万科物业 63% 的股权, 我们认为万科物业的估值可为万科贡献估值 600 亿。

商业地产板块即印力的估值, 据中报披露上半年营业收入达 30.5 亿, 因疫情影响, 我们下调 2020 全年商业板块净利预测至 23.6 亿, 根据 Wind 一致预期, 2020 年 A 股典型商业地产的平均估值约 13.0 倍, 我们认为印力合理估值在 13 倍, 即印力估值可达 306 亿, 万科持股 62.07%, 可贡献估值 191 亿。

物流地产板块, 万科的资产估值可分为两块: 普洛斯 (GLP) 股权以及万纬物流。我们维持普洛斯 20 年归母净利 8.3 亿美元的预测, 可比公司 2020 年业绩 (Bloomberg 一致预期) 对应 PE 均值为 38 倍。可比公司估值差异较大, 保守起见, 我们给予普洛斯 2020 年归母净利对应的 PE 以 30 倍, 即普洛斯市值可达 249 亿美元, 对应 1743 亿人民币。万科持股 21.4%, 因此, 万科所持有的普洛斯股权预计估值达 373 亿。据中报披露, 万纬物流上半年营收 8.3 亿, 同比+36.9%, 我们预计全年可实现净利 6.25 亿, 予以 30 倍 PE 估值, 估值可达 187 亿。综上可大致得出, 物流板块总估值为 560 亿。

房地产开发板块, 因房价自然增长空间相对较弱, 整体毛利率水平略有下降, 调整后我们预计 NAV 约 3859 亿。

我们给予物业管理 2020 年 PE60x, 商业地产 2020 年 PE13x, 物流地产 2020 年 PE30x, 总估值为 1820 亿, 考虑到权益, 我们认为万科的多元化业务可贡献万科估值合计 1351 亿, 加上房地产开发主业 NAV3859 亿, 合计市值约为 5209 亿。因公司目前对多元化业务兑现到利润的数据披露有限, 收入以及利润结构中地产仍然占据主要地位, 基于谨慎性原则和行业当前折价情况, 我们对这一估值按 20% 的折价, 2020 年目标市值为 4168 亿元, 同时因公司上半年行使超额配售权, 股本有所增长, 目标价为 35.87 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 行业销售下行风险; 拿地节奏低预期致可售货量不足风险。

金地集团 (600383 CH, 买入, 目标价 19.43 元)

公司 2020H1 实现营收 198.7 亿元, 同比-11.6%; 实现归母净利润 29.8 亿元, 同比-17.9%; EPS0.66 元。上半年受疫情影响, 竣工面积同比-37%, 导致结算收入同比-15.5%。同时销售规模持续扩张, 销售管理费用率合计同比+2.8pct, 但结算毛利率微降 0.77pct 至 39.6%, 依然维持行业高位。此外, 上半年因公允价值变动以及存量资产处置合计获 11 亿收益, 对冲了部分结算体量下滑对业绩影响。下半年公司计划竣工体量是上半年的 4 倍, 竣工计划较年初仅下调 5.3%, 较去年实际竣工面积同比+18.6%, 我们认为全年归母净利润有望恢复增长。

由于公司竣工计划下调，我们预计 2020-2022 年 EPS 为 2.59、3.01 和 3.55 元，参考可比公司 2020 年平均 PE 5.8 倍，公司 2019 年分红对应 8 月 31 日收盘价股息率达 4.7%，高销售增速和股息率将进一步凸显配置价值，预计公司 2020 年 PE 估值 7.5x，目标价 19.43 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情发展不确定性；行业政策风险，行业销售下行风险。

中南建设（000961 CH，买入，目标价 13.09 元）

公司上半年实现营业收入 296.9 亿，同比+27.3%；实现归母净利润 20.5 亿元，同比+56.2%；EPS 0.54 元。公司上半年归母净利润实现高速增长。推动因素如下：1. 竣工面积同比+303%带动结算收入同比+35%；2. 非并表项目结算大幅增长，推动投资收益同比+410%至 18 亿；3. 内控管理水平改善，销售、管理费用率分别下降 1.2、1.1pct。上半年结算毛利率同比-4pct 至 19.4%，截至报告期末已售未结合同负债 1248 亿，中报披露毛利率高于上半年结算资源，即公司待结算收入充沛，利润率有望修复。

公司业绩高速增长，销售积极扩张，融资结构优化，控股股东增持以及股权激励彰显信心。我们维持公司 2020-2022 年归母净利润 70.57、91.42、115.48 亿的盈利预测，因股权激励导致股本变化，2020-2022 年 EPS 调整至 1.87、2.42 和 3.06 元，参考可比公司 20 年 6.3 倍 PE 估值（Wind 一致预期），公司可结算货值充裕，我们认为公司 20 年合理 PE 为 7 倍，目标价 13.09 元，维持“买入”评级。

风险提示：行业政策和基本面风险；资金链偏紧风险。

华发股份（600325 CH，买入，目标价 9.66 元）

公司发布半年报，2020H1 实现营收 229 亿元，同比+61%；实现归母净利润 15 亿元，同比+6%。2020H1 公司竣工面积 171 万平，同比下滑 17%，但华东区域高价项目结转金额占比逾三成，推动地产业务营收同比+62%。公司销售管理费用率同比下滑 1.8pct 至 6.6%，合营联营企业结转增加推动投资收益由去年同期的 0.23 亿元增长至 3.23 亿元。但归母净利润增速依然明显低于营收增速，主要由于：1、利润率下滑，地产业务毛利率同比下滑 10.3pct 至 25.5%；2、过去几年合作项目增加带来的影响显现，少数股东损益占比同比提升 16.0pct 至 32.3%。

我们根据公司房地产业务结转情况，调高营收增速、少数股东损益占比，调低毛利率，调低 2020-2022 年 EPS 至 1.38、1.62、1.92 元。但由于可比公司 2020 年平均 PE 提升至 7.1 倍（Wind 一致预期），我们相应提升公司 2020 年合理 PE 估值水平至 7 倍，目标价 9.66 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情、资金链、区域市场、房地产市场下行风险。

中交地产（000736 CH，买入，目标价 10.64 元）

8 月 27 日公司披露 2020 半年报，2020H1 实现营收 60.0 亿，同比+243.5%；实现归母净利润 1.2 亿，同比+34.3%。2020H1 公司销售弹性稳步兑现，交付增加推升营收同比+243.5%至 60.0 亿。结算结构拖累综合毛利率同比-13.0pct 至 25.9%，同时低权益比项目集中结转，导致少数股东损益占净利润的比重同比+13.8pct 至 69.4%。虽然归母净利润增速低于营收增速，但是报告期依然实现 34.3%的高速增长。2020H1 公司表内已售未结 101.0 亿，对 2019 全年营收的覆盖率为 71.9%。公司表示“确保年内计划结转项目如期交付”，叠加销售高增长增厚预收储备、表外合作项目逐渐步入收获期，全年归母净利润有望延续稳定增长。

公司为中国交通建设集团（未上市）旗下唯一 A 股地产平台，有望受益于集团全产业链资源和融资扶持，且集团承诺在 2021 年底前逐步启动下属其他涉房企业与中交地产的深度融合。前绿城核心高管李永前上任加速市场化改革，我们看好公司未来进军千亿梯队。维

持 2020-2022 年 EPS 为 1.12、1.41、1.77 元的盈利预测，参考可比公司 2020 年平均 PE 估值 6.8 倍，考虑到销售、拿地高增长预期，我们认为公司 2020 年合理 PE 估值 9.5 倍，目标价 10.64 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情发展不确定性，行业政策风险，行业下行风险，经营风险。

招商积余 (001914 CH, 买入, 目标价 40.07 元)

公司 8 月 24 日发布半年报，2020H1 实现营收 39 亿元，同比+50%；归母净利润 1.8 亿元，同比+111%。2020H1 公司物管业务营收 35.9 亿元，可比口径下同比-3%，主要因为部分项目收入确认方式由包干制改为酬金制。毛利率方面，物管业务毛利率显著改善至 11.2%，主要源自收入确认方式改变、社保减免、中航物业 PMO 质效改革、中航和招商物业整合提效。中航+招商物业净利润 2.6 亿元，同比+37%，净利润增速大幅高于营收增速，除了毛利率提升外，还因为非经常性政府补助、增值税进项税加计抵扣较多。业务结构方面，专业化服务营收 6.5 亿元，占比显著提升至 18.0%，主要源自案场服务贡献。

我们维持 20-22 年 EPS 0.58、0.81、1.13 元的盈利预测，21 年物管+资管净利润 8.61 亿元。物管可比公司 21 年平均 PE 为 31 倍 (Wind 一致预期)，考虑到公司兼具扩张意愿和竞争壁垒，我们认为物管+资管业务 21 年合理 PE 估值水平为 45 倍，对应价值 388 亿元，加上地产分部后整体价值为 425 亿元，目标价 40.07 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情、收购整合、人工成本上涨、剩余房地产项目处置风险。

新大正 (002968 CH, 买入, 目标价 74.40 元)

公司 8 月 18 日发布半年报，2020H1 实现营收 5.67 亿元，同比+16%；归母净利润 0.54 亿元，同比+13%；扣非归母净利润 0.51 亿元，同比+16%。随着疫情的影响逐步减弱，Q2 公司营收增速较 Q1 +2.7pct 至 17.1%，毛利率+1.2pct 至 22.1%，归母净利润增速+15.7pct 至 20.9%。但由于疫情期间费用增加及公司发展带来的管理人员增加，2020H1 管理费用率同比+1.4pct 至 9.4%，导致上半年归母净利润增速略低于营收。公司重庆营收同比+2%至 3.92 亿元，重庆外营收同比+67%至 1.75 亿元，重庆外营收占比提升至 31%，新签约金额中成渝外区域占 69%，新进驻广州、上海、济南，异地拓展成效显著。

我们维持盈利预测，但由于公司 4 月转增股本，我们相应调整 2020-2022 年 EPS 至 1.22、1.55、1.97 元。可比公司 2021 年平均 PE 为 33 倍，考虑到公司管理层优秀、战略目标清晰以及 A 股稀缺性，我们认为公司 2021 年合理 PE 估值水平为 48 倍，目标价 74.40 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情发展不确定性；规模拓展不及预期；人工成本上涨风险。

大悦城 (000031 CH, 买入, 目标价 6.58 元)

公司 2020 年上半年实现营收 121.9 亿，同比-33.3%，归母净利 5.7 亿，同比-69.7%。中报业绩同比下降的主要原因在于：1、持有物业运营业务受疫情影响显著；2、地产开发业务竣工延迟，结算面积同比-16%，结算结构变化，导致地产开发收入同比-35%；3、去年同期结算上海、深圳高毛利项目，基数效应导致上半年结算毛利率同比-5pct；4、非并表项目出现 3.7 亿亏损；5、公司计提 2.1 亿存货跌价准备。公司可结算货值充沛，2020H1 公司合同负债 368 亿，对 19 年结算收入的覆盖率达 138%，下半年业绩增速有望修复。

因上半年非并表项目亏损以及毛利率下行幅度较大，我们预计 2020-2022 年 EPS 为 0.47、0.55 和 0.64 元，参考可比公司 2020 年平均 PE 12.8 倍 (Wind 一致预期)，公司作为精耕商业地产的央企，规模效应、品牌和融资优势显著，我们予以公司 2020 年 14 倍 PE 估值，目标价 6.58 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情不确定性；一二线销售不及预期；商业地产竞争激烈。

图表61：重点公司一览表

公司名称	公司代码	评级	9月4日	9月4日	目标价(元)	EPS(元)				P/E(倍)			
			收盘价(元)	总市值(亿元)		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
万科A	000002 CH	买入	28.07	3,261.10	35.87	3.35	3.73	4.21	4.79	8.38	7.53	6.67	5.86
金地集团	600383 CH	买入	14.59	658.68	19.43	2.23	2.59	3.01	3.55	6.54	5.63	4.85	4.11
中交地产	000736 CH	买入	7.08	49.24	10.64	0.78	1.12	1.41	1.77	9.08	6.32	5.02	4.00
中南建设	000961 CH	买入	9.41	355.66	13.09	1.10	1.87	2.42	3.06	8.55	5.03	3.89	3.08
华发股份	600325 CH	买入	6.99	147.99	9.66	1.32	1.38	1.62	1.92	5.30	5.07	4.31	3.64
招商积余	001914 CH	买入	28.85	305.91	40.07	0.27	0.58	0.81	1.13	106.85	49.74	35.62	25.53
新大正	002968 CH	买入	58.31	62.66	74.40	0.97	1.22	1.55	1.97	60.11	47.80	37.62	29.60
大悦城	000031 CH	买入	5.29	226.75	6.58	0.55	0.47	0.55	0.64	9.62	11.26	9.62	8.27

注：以上公司推荐文字，目标价及估值来自各公司最新报告

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表62：报告提及公司信息

公司	彭博代码	华泰评级	目标价(元)
招商蛇口	001979 CH	无评级	-
保利地产	600048 CH	无评级	-
绿地控股	600606 CH	买入	8.98
华夏幸福	600340 CH	无评级	-
新城控股	601155 CH	买入	42.16
泛海控股	000046 CH	无评级	-
华侨城A	000069 CH	买入	9.57
中天金融	000540 CH	无评级	-
金科股份	000656 CH	-	-
阳光城	000671 CH	无评级	-
泰禾集团	000732 CH	无评级	-
福星股份	000926 CH	无评级	-
*ST 银亿	000981 CH	无评级	-
荣盛发展	002146 CH	-	-
滨江集团	002244 CH	增持	5.78
新潮中宝	600208 CH	无评级	-
城建发展	600266 CH	增持	7.00
首开股份	600376 CH	无评级	-
浦东金桥	600639 CH	无评级	-
城投控股	600649 CH	无评级	-
陆家嘴	600663 CH	无评级	-
张江高科	600895 CH	无评级	-
中华企业	600675 CH	无评级	-
蓝光发展	600466 CH	买入	7.02
世茂股份	600823 CH	无评级	-
广宇发展	000537 CH	无评级	-
光明地产	600708 CH	买入	4.55-5.25
信达地产	600657 CH	无评级	-
荣安地产	000517 CH	无评级	-
北辰实业	601588 CH	无评级	-
迪马股份	600565 CH	无评级	-
世联行	002285 CH	增持	6.16-6.60
顺发恒业	000631 CH	无评级	-
美好置业	000667 CH	无评级	-
中国武夷	000797 CH	无评级	-
世荣兆业	002016 CH	无评级	-
广宇集团	002133 CH	无评级	-

公司	彭博代码	华泰评级	目标价 (元)
南国置业	002305 CH	无评级	-
冠城大通	600067 CH	无评级	-
格力地产	600185 CH	无评级	-
鲁商发展	600223 CH	无评级	-
云南城投	600239 CH	无评级	-
万通发展	600246 CH	无评级	-
宁波富达	600724 CH	无评级	-
苏州高新	600736 CH	无评级	-
京能置业	600791 CH	无评级	-
大名城	600094 CH	无评级	-
上实发展	600748 CH	无评级	-
市北高新	600604 CH	无评级	-
光大嘉宝	600622 CH	无评级	-
中洲控股	000042 CH	无评级	-
天房发展	600322 CH	无评级	-
皇庭国际	000056 CH	无评级	-
电子城	600658 CH	无评级	-
华远地产	600743 CH	无评级	-
深振业 A	000006 CH	无评级	-
华联控股	000036 CH	无评级	-
香江控股	600162 CH	无评级	-
天健集团	000090 CH	买入	8.20-9.02
宋都股份	600077 CH	无评级	-
凤凰股份	600716 CH	无评级	-
合肥城建	002208 CH	无评级	-
天地源	600665 CH	无评级	-
西藏城投	600773 CH	无评级	-

资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

疫情发展不确定性：海外疫情蔓延、国内疫情反复、超级传播者出现的可能、病毒变异的可能等因素使得疫情发展存在不确定性。

行业政策风险：宏观流动性政策的变化，“一城一策”落地的节奏、范围、力度，房地产融资政策收紧的节奏、范围、力度，房地产税推进的节奏和力度存在不确定性。

行业下行风险：若调控政策未出现较大力度放松，行业经历 2008 年以来最长上行周期后，需求存在一定透支，叠加居民加杠杆空间和能力的收窄以及疫情的冲击，本轮下行期的持续时间和程度存在超出预期的可能（尤其是部分三四线城市），使得行业销售、新开工、投资增速低于我们的预测值。

部分房企经营风险：房地产行业融资端政策难以放松，销售下行可能导致部分中小房企资金链面临更大压力，不排除部分中小房企出现经营困难等问题。

免责声明

分析师声明

本人，陈慎、刘璐、韩笑、林正衡，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师陈慎、刘璐、韩笑、林正衡本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15%以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15%以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国：华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J

香港：华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

美国：华泰证券（美国）有限公司为美国金融业监管局（FINRA）成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层/

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

华泰金融控股（香港）有限公司

香港中环皇后大道中 99 号中环中心 58 楼 5808-12 室

电话：+852 3658 6000/传真：+852 2169 0770

电子邮件：research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券（美国）有限公司

美国纽约哈德逊城市广场 10 号 41 楼（纽约 10001）

电话：+ 212-763-8160/传真：+917-725-9702

电子邮件：Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司